

# Kollektive Selbsttäuschung

Finanzmärkte ermöglichen die Risikostreuung für Individuen, sind jedoch nicht in der Lage, gesamtwirtschaftliche Risiken zu reduzieren. Sie unterliegen bisweilen einer kollektiven Selbsttäuschung, die gefährliche Konsequenzen haben kann. **DIRK NIEPELT**

An Finanzmärkten werden unsichere zukünftige Erträge gehandelt. Dezentrale Anlage- und Finanzierungsentscheide führen zu einer Streuung von Risiken unter den Marktakteuren. Darüber hinaus bringen sie Preissignale hervor. Diese wiederum beeinflussen, ob Investoren neue realwirtschaftliche Projekte in Angriff nehmen und dabei neue Risiken eingehen. Durch das Ermöglichen von Risikostreuung leisten funktionierende Finanzmärkte einen wesentlichen Beitrag zur gesellschaftlichen Wohlfahrt und über die Steuerung von Investitionsentscheidungen einen ebenso zentralen Beitrag zu zukünftigem Wohlstand.

Finanzmärkte sind hingegen nicht in der Lage, Risiken zu reduzieren oder gar zu eliminieren. Während ein einzelner Anleger seine Ertragsrisiken vermindern kann, indem er das Portfolio diversifiziert und hoch korrelierte Titel durch tief oder negativ korrelierte Positionen ersetzt, ist dies für die Volkswirtschaft als Ganzes nicht möglich. Denn die Portfoliodiversifikation eines einzelnen Anlegers verändert nicht den gesamtwirtschaftlichen Bestand an Risiken, sondern führt lediglich zu einer Umschichtung dieses Bestands zwischen den Marktakteuren. Ebenso verhält es sich bei komplexeren Transaktionen. Werden Risiken beispielsweise durch einen Swap an andere Marktteilnehmer weitergegeben, so werden sie eben dies – weitergegeben – und nicht beseitigt.

## Risiken verschwinden

Finanzmärkte können Risiken also nicht reduzieren oder «transformieren», sondern sie können sie streuen, nicht mehr und nicht weniger. Doch obwohl sich die Marktakteure dieser Tatsache mehrheitlich bewusst sind, scheinen sie zuweilen in einen Zustand kollektiver Selbsttäuschung zu verfallen. In diesem Zustand verschwinden Risiken in der allgemeinen Wahrnehmung, und zukünftige Erträge, die durch den Eintritt der Risiken geschmälert würden, werden nur mit geringen Preisabschlägen belegt. Die Folgen sind gravierend: Individuelle Anlage- und Finanzierungsentscheide laufen in die Irre, das gewünschte Ausmass an Risikostreuung wird verfehlt, und aufgrund der verzerrten Preissignale engagieren sich Investoren in neuen Projekten, obwohl diese gesellschaftlich unerwünscht sind. Erst Jahre später werden die Konsequenzen dieser Tatsache augenfällig (man denke an die Bauruinen in spanischen Vorstädten).

Damit ein Markt in den Zustand kollektiver Selbsttäuschung gerät, bedarf es verzerrter Risikowahrnehmung oder -bewertung durch viele Marktteilnehmer. Schlecht tarifizierte Vergütungs- oder Anreizsysteme können hierzu ebenso beitragen wie Intransparenz, Komplexität, Unvorsichtigkeit nach längeren Phasen ruhiger Marktentwicklung oder hohe Risikobereitschaft angesichts geplanter Haltedauern von Tagen, Stunden oder nur Sekunden.

Doch trotz der Vielzahl dieser möglichen Friktionen lassen sich regulierende staatliche Eingriffe zur Markt-

pflge nur in Einzelfällen begründen. Denn einerseits haben die Finanzmarktakteure selbst finanzielle Anreize, konträre Positionen einzunehmen und dadurch für eine Korrektur am Markt zu sorgen. Und andererseits haben Regulatoren möglicherweise kontraproduktive Anreize. Wo politische Überlegungen das Verbreiten von Warnungen oder gar Krisenszenarien nicht opportun erscheinen lassen, da wird ein Zustand kollektiver Selbsttäuschung eher durch Spekulanten als durch Regulatoren beendet.



*Regulierende staatliche Eingriffe zur Marktpflege lassen sich nur in Ausnahmefällen begründen.*

Anders gelagert – und gefährlicher – ist die Situation, wenn kollektive Selbsttäuschung gesucht und gepflegt wird, beispielsweise um Systemrelevanz zu schaffen und damit zu einem späteren Zeitpunkt staatliches Eingreifen zu erzwingen. In einem Prozess sich selbst erfüllender Erwartungen verdrängen dominante Marktakteure bewusst vorhandene Risiken, bis diese aus ihrer Perspektive heraus betrachtet tatsächlich verschwinden – allerdings nur, weil sie gleichzeitig auf die Öffentlichkeit überwältigt werden. Ein Beispiel für derartige Systemrelevanz findet sich in der herausgehobenen Rolle von Staatsanleihen im Finanzsystem und in ihrer privilegierten regulatorischen Behandlung, von der im Vorfeld der Krise sowohl staatliche Gläubiger als auch Finanzintermediäre profitierten. Ein anderes Beispiel stellen Sichteinlagen von Banken und ihr privilegierter Status im Vergleich zu anderen Verbindlichkeiten dar.

Sichteinlagen geben den Kunden einer Bank das Recht auf unmittelbare Lieferung von Zentralbankgeld. In einem typischen Bankensystem mit höherem Bestand an Depositen als liquiden Guthaben bei der Zentralbank kann dieses Recht jedoch nicht von allen Depositenkunden gleichzeitig in Anspruch genommen werden. Dies zeigt sich am deutlichsten während eines «Run», bei dem Bankkunden vor den Schalterhallen und den Geldautomaten Schlange stehen und eine einzelne Bank oder das Bankensystem als Ganzes die zugesagte Lieferung von Zentralbankgeld nur erbringen kann, wenn die Zentralbank als Lender of Last Resort helfend eingreift.

Nüchtern betrachtet garantiert ein Depositenkontrakt somit die Lieferung von Zentralbankgeld lediglich unter speziellen Voraussetzungen, nämlich wenn nur wenige andere Bankkunden ihre Sichteinlagen abheben wollen oder aber die Zentralbank im erforderlichen Masse Hilfe leistet. Andernfalls garantiert der Vertrag keine oder nur



eine beschränkte Lieferung. In einer idealtypischen Welt wären sich Bankkunden dieser Tatsache bewusst. Entsprechend beschränkt wäre ihre Nachfrage nach Depositen und entsprechend hoch der Zins, der für Depositenguthaben bezahlt würde.

In der Realität ist das Bewusstsein um das beschriebene Risiko nur begrenzt vorhanden, an seine Stelle ist die Erwartung getreten, dass Depositenguthaben bei Bedarf immer in Zentralbankgeld umgetauscht werden. Diese Erwartung wird durch regulatorische Massnahmen ebenso bestärkt wie durch Verlautbarungen der Exekutive, wenn sie in Verkennung von Budgetrestriktionen und Anmassung von Kompetenz der Zentralbank Guthaben und Liquidität in nahezu unbeschränktem Ausmass zu garantieren verspricht. Entsprechend hoch ist die Nachfrage des Publikums nach Depositen und entsprechend tief der Zins, den Banken für Sichteinlagen bezahlen – ungeachtet der Tatsache, dass im Krisenfall die Gesellschaft für die Garantien haftet und nicht die Banken.

In der Konsequenz führt die Erwartung einer breiten Öffentlichkeit, dass der Staat in Krisenzeiten Transfers leistet und die Zentralbank Liquidität bereitstellt, zu einer Situation, in der eben diese Erwartung erfüllt werden muss. Jegliche andere fiskal- und geldpolitische Reaktion liesse sich politisch nicht durchsetzen, denn sie käme für die Bevölkerung im Krisenfall völlig überraschend, hätte unerwünschte soziale Folgen und würde als staatliches Versagen empfunden.

### Problematische Erwartungen

Die «Alternativlosigkeit» wirtschaftspolitischer Eingriffe infolge selbst geschaffener Systemrelevanz ist aus ökonomischer und politischer Sicht unbefriedigend und ruft nach Gegenmassnahmen. In Bezug auf die Rolle von Sichteinlagen, um bei diesem Beispiel zu bleiben, eröffnen sich grundsätzlich zwei Alternativen: Entweder die Gesellschaft garantiert im vollen Bewusstsein um die damit verbundenen Konsequenzen die jederzeitige Einlösbarkeit von Depositen. Die Systemrelevanz ist dann gesellschaftlich legitimiert und nicht durch das Handeln der Marktakteure erzwungen. Als Konsequenz liegt es dann aber auch nahe, dass sich die Gesellschaft die Garantie von den Nutzniessern entgelten lässt.

Oder die Gesellschaft entscheidet sich gegen eine solch weitreichende Garantie. Dann müssen die politischen Vertreter dies klar kommunizieren, und es muss institutionell sichergestellt werden, dass der Vorgabe auch in Krisenzeiten Folge geleistet wird. Nur unter dieser Bedingung werden die Wirtschaftsakteure ihre Erwartungen und ihr Handeln entsprechend anpassen, und unerwünschte Systemrelevanz kann vermieden werden.

*Dirk Niepelt ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee, Stiftung der Schweizerischen Nationalbank, und Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern.*



MARK DITTLI  
Chefredaktor  
zum Thema  
Banken in Europa

## Nichts gelernt

**Das kleine Zypern zeigt das grosse Problem Europas:** Der Kontinent leidet unter schwach kapitalisierten Banken, die im Notfall ihren Heimatstaat strangulieren. Fünf Jahre Krise und etliche Stress-tests haben daran nichts geändert.

Jeroen Dijsselbloem, der Vorsitzende der Eurogruppe, hat Anfang Woche die Weltfinanzmärkte aufgeschreckt: Die Bankensanierung in Zypern werde der neue Modellfall für Europa sein, sagte er. Künftig würden im Insolvenzfall einer Bank auch ihre Gläubiger – inklusive Obligationäre und Sparer mit Guthaben über 100000€ – bluten müssen.

Schön wär's. Mal davon abgesehen, dass der Zeitpunkt seiner Ankündigung wenig schlau war: In der Theorie hat Dijsselbloem recht. Es wäre wünschenswert, wenn ungesicherte Gläubiger einer kollabierten Bank Verluste erleiden. Bloss ist seine Aussage realitätsfremd. Eine systemrelevante Bank müsste im Notfall im Verlauf eines Wochenendes isoliert und saniert werden können, damit keine Panik ausbricht. Damit das möglich ist, braucht Europa eine Bankenunion, die nicht nur eine übernationale Aufsicht und Einlagenversicherung, sondern vor allem eine mit allen Kompetenzen ausgestattete Abwicklungsbehörde umfasst. Davon ist aber weit und breit nichts zu sehen.

**Nehmen wir den hypothetischen Fall einer italienischen Grossbank, die ins Trudeln gerät.** Angenommen, diese Grossbank besitze eine gewichtige Tochter in Deutschland, sei am Interbankenmarkt eng vernetzt und habe Anleihen nach italienischem wie auch nach britischem Recht ausgegeben. Trotz Dijsselbloems Worten wären die Instanzen der Eurozone heute nicht in der Lage, diesen Fall zu bewältigen – und der Staat müsste einspringen.

Die Bank of England tut daher das einzig Richtige: Sie befiehlt ihren Banken, mehr Eigenkapital aufzubauen (vgl. Seite 11). Das bietet zwar keinen absoluten Schutz. Aber es erhöht die Robustheit des Systems. Und genau das hat die Eurozone dringend nötig.